توزيعات أرباح غير مستدامة - تخفيض التوصية الى بيع

اعلنت شركة الأسـمدة العربية السـعودية عن النتائج الاولية للربع الاول ٢٠١٦ بتاريخ ١٧ ابريل. بلغت ربحية السهم ٠,٦٩ ر.س. (تراجع بنسـبة ٥٢٪ عن الربع المماثل من العام السابق و٢٤٪ عن الربع السـابق) بأقل من متوسط التوقعات البالغة ٠,٨١ ر.س. وتوقعاتنا البالغة ٠,٩٢ ر.س. قمنا بتخفيض أسـعار اليوريا وتوقعات الهامش لعامي ٢٠١٦ و٢٠١٧ مما نتج عنه تخفيض الأرباح بحـدود ٢٤٪ و٢٦٪ على التوالي. على الرغم من اسـتمرار معدل دفع توزيعات الأرباح مرتفع، سـيتقلص معدل توزيعات الأرباح الفعلي لسـهم بحلول العام ٢٠٢٠ مما سينتج عنه ضعف نشاط الاستثمار لشركة سافكو. من هنا، قمنا بتخفيض التوصية الى بيع من التوصية شـراء، كما قمنا بتخفيض سعرنا المسـتهدف لفترة الاثني عشر شهرا الى ٥٠ ر.س. بدلا من ٧٥ ر.س. لتصبح الأرباح المتوقعة للعام ٢٠١٦ بمقدار ١٦,٠ مرة.

تقلص الإيرادات بشكل كبير نتيجة انخفاض سعر اليوريا

تراجعت المبيعات (أقل من الربع المماثل من العام الماضي بنسـبة ٢٨٪ وبانخفاض ١٥٪ عن الربع السابق) لتصل الى ٦٩١ مليون ر.س.، بتراجع عن توقعاتنا وعن متوسـط التوقعات البالغة ٧٥١ مليون ر.س. و٧٨٧ مليون ر.س. على التوالي. تراجعت أسـعار اليوريا خلال الربع الى اقل من ٢٠٠ دولار أمريكي مقابل توقعاتنا لسـعر البيع المحقق عند ٢٨٥ دولار أمريكي في السـنة المالية ٢٠١٥. قمنا بتعديل سـعر اليوريا للعام ٢٠١٦ و٢٠١٧ بتخفيض السعر الى ٢٠٤ دولار أمريكي و٢١٤ دولار أمريكي على التوالي (٢٣٣ دولار أمريكي و٢٤٧ دولار أمريكي سـابقا). بالتالي، انخفضت المبيعات للعامين ٢٠١٦ و٢٠١٧ بمعدلات بلغت ١٣٪ و١٥٪ على التوالي ليصل الى ٢,٧٥١ مليون ر.س. و ٢,٧٧٤ مليون ر.س.

يبدو انتعاش الهوامش بشكل تاريخي بعيد المنال

من المتوقع أن يؤدي ارتفاع أسعار الوقود والمنافع العامة إلى تقليص الهوامش، إضافةً الى ذلك انخفاض سعر المنتج أدى الى زيادة التأثيـر. انكمش الهامش الإجمالي خلال الربع إلى ٣٩,٢٪ بدلا من ٦٢,٧٪ خلال الربع المماثل من العام الماضي. نعتقد أن احتمال العودة إلى مسـتويات تاريخية ضعيف بالإضافة الى المزيد من تخفيض توقعاتنا للهامش. من المتوقع أن يبلغ متوسـط الهوامش الإجمالية ٤٥٪ خلال العام ٢٠٢٠ (٥٢٪ سابقا) مقابل المتوسط السابق لمدة خمس سنوات عند ٦٨٪. بشكل مشابه، من المتوقع أن يصل متوسط الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة الى ٥٧٪ (٦٣٪ سابقا). مقارنة بشركة "قافكو" عند اجمالي ٤٦٪ وهامش الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة عند ٤٨٪ ومقارنة بالمتوسط العالمي عند ٤١٪ و٣٥٪ على التوالي.

تراجع صافي الربح عن توقعاتنا، تعديل النظرة لكامل العام بالتخفيض

بلغ صافي الربح ٢٨٦ مليون ر.س. (انخفاض بنسبة ٥٢٪ عن الربع المماثل من العام السابق وانخفاض ٢٤٪ عن الربع السابق) أقل بكثير عن توقعاتنا وعن متوسـط التوقعات. على الرغم من ذلك، نتوقع تعافي أسعار اليوريا بشكل طفيف خلال الأرباع القادمة، كما نرى احتمال تحـول دراماتيكي محدود فوق ٢٥٠ دولار أمريكي. بالإضافة الى تقلص الهوامش، قمنا بالمزيد من التعديل بتخفيض نظرتنا لربحية السهم للعامين ٢٠١٦ و٢٠١٧ الى ٣,١٢ ر.س. و٣,٢٧ ر.س. ليعادل التخفيض عند ٢٤٪ و ٢٦٪ على التوالي.

توقعات انخفاض توزيع الارباح على المدى الطويل - التخفيض إلى بيع

في ظل البيئة الحالية، يسـتمر معدل دفع توزيعات الأرباح مقيد. نتوقع توزيعات أرباح للعام ٢٠١٦ عند ٢,٥٠ ر.س. (٣,٠٠ ر.س. سابقا) و عند ٢,٧٥ ر.س. للعام ٢٠١٧ (٤,٠٠ ر.س. سابقا). تشكل توزيعات الأرباح حجر الزاوية لأطروحة الاستثمار في سافكو، على هذا النحو طبقنا نموذج خصم توزيعات الأرباح لتقييم سـافكو. انخفضت القيمة العادلة للشركة بعد المراجعة الى ٥٠ ر.س. للسهم، حيث بلغت سـابقا ٧٥ ر.س. للسهم. وفقا لمستويات السـعر الحالي، نحن نرى المزيد من التخفيض كما قمنا بتخفيض التوصية الى بيع بدلا من التوصية بشراء. تتمثل المحفزات الرئيسية للشركة في سعر المنتج وأعمال الاندماج والاستحواذ.

سافكو	الربع الأول ٢٠١٦ الفعلي	الربع الأول ٢٠١٦ متوقع	الربع الأول ٢٠١٥	التغير عن العام السابق ٪	الربع الرابع ٢٠١٥	التغير عن الربع المماثل ٪	نسبة الفرق
المبيعات	٦٩١	٧٥١	٩٦٢	٪٢٨-	٨١٤	٪١٥-	٪٨-
اجمالي الربح	٢٧١	٣٨٢	٦٠٣	٪٥٥-	٣٩٤	٪٣١-	٪٢٩-
هامش اجمالي الربح	٪٣٩,٢	٪٥٠,٩	٪٦٢,٧		٪٤٨,٥		
الربح التشغيلي	٢٥٦	٣٦٧	٥٨٣	٪٥٦-	٣٧٦	٪٣٢-	٪٣٠-
هامش الربح التشغيلي	٪٣٧,٠	٪٤٨,٩	٪٦٠,٦		٪٤٦,٢		
صافي الربح	٢٨٦	٣٨٧	٥٩٠	٪٥٢-	٣٧٩	٪٢٤-	٪٢٦-
هامش صافي الربح	٪٤١,٤	٪٥١,٦	٪٦١,٣		٪٤٦,٥		

بيع — **٥٠ (ر.س.)**

التوصية — السعر المستهدف خلال ١٢ شهر

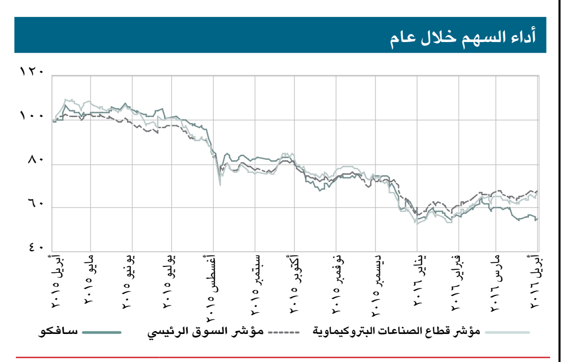
بيانات السهم (ر.س.)	
آخر اغلاق	٦٤,٢٥
التغير المتوقع في السعر	(٢٢,٢)
القيمة السوقية (بالمليون)	٢٦,٧٧١
عدد الأسهم القائمة (مليون)	٤١٧
السعر الأعلى خلال ٥٢ أسبوع	١٢٧,٥٠
السعر الأدنى خلال ٥٢ أسبوع	٦١,٠٠
تغير السعر منذ بداية العام حتى تاريخه (٪)	(٢١,٨)
متوسط قيمة التداول اليومي خلال ١٢ شهر (بالألف)	٣١١,٥
ربح السهم المتوقع للعام ٢٠١٦	٣,١٢
رمز السهم (رويترز/بلومبرغ)	2020.SSE/SAFCO AB

* السعر كما في ١٨ ابريل ٢٠١٦

الربع الأول ٢٠١٦(ر.س.)	فعلي	متوقع
المبيعات (مليون)	٦٩١	٧٥١
هامش اجمالي الربح	٪٣٩,٢	٪٥٠,٩
EBIT (مليون)	٢٥٦	٣٦٧
صافي الربح (مليون)	٢٨٦	٣٨٧

المكررات السعرية	٢٠١٥	٢٠١٦ متوقع	٢٠١٧ متوقع
مكرر الربحية (x)	١٢,٦	٢٠,٦	١٩,٦
مكرر EV/EBITDA	١٠,٥	١٧,٠	١٦,٤
مكرر السعر إلى المبيعات	٧,٥	٩,٧	٩,٦
مكرر القيمة الدفترية	٣,٥	٣,٧	٣,٥

أداء السهم خلال عام



المصدر: بلومبرغ، تداول

عاصم بختيار، CFA
abukhtiar@fransicapital.com.sa
+٩٦٦ ١١ ٢٨٢٦٨٦١

يزيد الصيخان
yalsaikhan@fransicapital.com.sa
+٩٦٦ ١١ ٢٨٢٦٦٠٨

إطار العمل بالتوصيات

شراء
توقع ارتفاع أداء سهم الشركة تحت التغطية في هذا التقرير مقارنة بالقطاع أو السوق الرئيسي.

احتفاظ

توقع توافق أداء سهم الشركة تحت التغطية في هذا التقرير مقارنة بالقطاع أو السوق الرئيسي.

بيع

توقع تراجع أداء سهم الشركة تحت التغطية في هذا التقرير مقارنة بالقطاع أو السوق الرئيسي.

السعودي الفرنسي كابيتال

مركز الاتصال | ٨٠٠ ١٢٥ ٩٩٩٩

www.sfc.sa

سجل تجاري رقم | ١٠١٠٢٣١٢١٧

قسم الأبحاث والمشورة

صندوق بريد ٢٣٤٥٤

الرياض ١١٤٢٦

المملكة العربية السعودية

المركز الرئيسي – الرياض

research&advisory@fransicapital.com.sa

اخلاء المسؤولية

تم اعداد هذا التقرير من قبل شركة السعودي الفرنسي كابيتال، شركة استثمارية متخصصة لخدمات البنوك الاستثمارية، ادارة الأصول، الوساطة، الأبحاث، وخدمات الحافظ الأمين. يمكن أن يكون لشركة السعودي الفرنسي كابيتال أو شركتها التابعة علاقة بالشركة محل هذا التقرير و/أو أوراقها المالية.

يعتمد هذا التقرير على المعلومات المتاحة للعموم والتي نعتقد بثقتها، ولكننا لا نقدمها كمعلومات دقيقة أو مكتملة، وبالتالي لا يجب الاتكال عليها كمعلومات متكاملة أو دقيقة. وعليه، لا نقدم أو نضمن، لا صراحة ولا ضمناً، وينبغي أن لا يعول على عدالة أو دقة أو اكتمال أو صحة المعلومات والآراء المتضمنة في هذا التقرير.

تم اعداد هذا التقرير لأغراض المعلومات العامة فقط، ولا يسمح بإعادة انتاجه أو توزيعه لأي شخص. لا يعتبر هذا التقرير دعوة أو عرضاً لشراء أو بيع أي أوراق مالية. لم يأخذ التقرير في الاعتبار موائمة الاستثمار لطبيعة المستثمر. تحديداً، لم يتم خصيص هذا التقرير ليلائم أهداف استثمارية محددة، أو وضع مالي معين، أو درجة المخاطر المرغوبة، أو احتياجات أي شخص متلقي لهذا التقرير. تنصح شركة السعودي الفرنسي كابيتال بشدة أي مستثمر محتمل أن يطلب إرشاد قانوني، محاسبي ومالي لدى اتخاذ القرار حول الاستثمار في الأوراق المالية وملائمتها لمتطلباته/متطلباتها. تتضمن أي توصيات استثمارية متضمنة في التقرير المخاطر والعوائد المتوقعة.

إن شركة السعودي الفرنسي كابيتال غير مسؤولة، بإجمالي القوانين والأنظمة المطبقة، عن أي خسارة ناتجة عن هذا التقرير أو أي من محتوياته أو ما يعلق به. قد لا تتحقق التوقعات المستقبلية الخاصة بالتوقعات المالية وتقديرات القيمة العادلة. إن جميع الآراء والتقديرات المتضمنة في التقرير تعتمد على رأي شركة السعودي الفرنسي كابيتال بتاريخ اعداد التقرير، والتي يمكن أن تتغير دون إشعار. إن الأداء الماضي لأي استثمار لا يعكس بالضرورة النتائج المستقبلية. قيمة الأوراق المالية، أو الدخل منها، أو أسعارها أو عملاتها، يمكن أن ترتفع أو تنخفض. من المحتمل أن يسترجع المستثمر قيمة أقل من قيمة الاستثمار الفعلي. أيضاً، يمكن أن يخضع الاستثمار الى رسوم على الاستثمار في الأوراق المالية. يمكن أن يؤدي التغير في أسعار صرف العملات الى تغيرات كبيرة في قيمة أو سعر أو الدخل من ورقة مالية. لا يسمح بإعادة انتاج هذا التقرير أو أي أجزاء منه دون الحصول على الموافقة الخطية من شركة السعودي الفرنسي كابيتال. لا يجوز توزيع هذا التقرير أو نسخ منه خارج المملكة العربية السعودية حيث من الممكن أن يكون توزيعه ممنوع قانوناً. يجب على الأشخاص مستلمي التقرير أن يكونوا على دراية بمثل هذا المنع والالتزام مثل هذه القيود. باستلام هذا التقرير، يوافق المستلم على الالتزام بالقيود السابقة.

السعودي الفرنسي كابيتال ،شركة محدودة المسؤولية

سجل تجاري ١٠١٠٢٣١٢١٧

صندوق بريد: ٢٣٤٥٤

الرياض ١١٤٢٦

المملكة العربية السعودية

المركز الرئيسي – الرياض